

江苏鹿港科技股份有限公司

**2011 年 4 亿元公司债券**

**2013 年跟踪信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

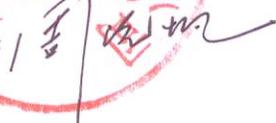
本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：/ 

 鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

## 江苏鹿港科技股份有限公司

### 2011年4亿元公司债券2013年跟踪信用评级报告

跟踪评级结果：

本期公司债券跟踪信用等级：AA

主体长期信用等级：AA-

评级展望：负面

债券剩余期限：46个月

债券剩余规模：4亿元

担保方式：股票质押

跟踪日期：2013年06月24日

首次信用评级结果：

本期公司债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

债券期限：60个月

债券规模：4亿元

担保方式：股票质押

评级日期：2012年03月23日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对江苏鹿港科技股份有限公司（以下简称“公司”）及其2012年发行的4亿元公司债券的2013年跟踪评级结果为：本期公司债券信用等级维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA-，评级展望下调为负面。

主要财务指标

项目	2013年3月	2012年	2011年	2010年
总资产（万元）	241,736.63	221,348.74	168,206.87	111,798.81
归属于母公司的所有者权益（万元）	95,636.27	95,549.50	98,772.86	40,973.17
有息债务（万元）	119,091.40	102,843.77	42,090.30	48,480.63
资产负债率	58.05%	54.55%	39.70%	61.60%
流动比率	1.24	1.33	1.88	1.00
营业收入（万元）	40,490.50	167,126.94	178,599.53	155,846.63
利润总额（万元）	140.30	1,649.86	12,837.83	11,889.92
综合毛利率	12.24%	12.39%	14.75%	15.57%
总资产回报率	-	3.25%	10.72%	13.48%
EBITDA（万元）	-	11,834.85	19,214.18	17,784.19
EBITDA 利息保障倍数	-	2.53	8.86	8.73
经营活动现金流净额（万元）	3,974.45	12,911.51	-2,780.42	7,101.45

资料来源：公司审计报告，其中2013年1-3月份数据未经审计

### 基本观点:

- 公司尝试开展服装生产、股权投资基金和酒店等业务,有利于丰富公司收入来源;
- 多种纤维混合纺纱项目投入生产,公司毛纱产能有所提高;
- 股票质押担保为本期债券的本息偿付提供了进一步的保障,有效提升了本期债券的信用水平。

### 关注:

- 2012年,欧美市场的持续下滑对国际纺织品消费市场带来了巨大影响,我国纺织工业整体利润水平回落;
- 公司高利润产品订单减少,产品价格下跌,销售收入规模和毛利率水平有所下滑;
- 公司持续厂房改造和上市募投项目建设,产能释放存在一定不确定性;
- 公司服装、酒店、股权投资基金业务预期收益不确定性较大;
- 跟踪期内公司外销占比增长,运营效率下滑,经营压力增加;
- 用工成本持续提升,公司面临较大的人工成本上涨压力;
- 公司产品外销比重提升明显,对人民币升值敏感度较高;
- 期间费用支出大幅增长,进一步弱化公司利润水平;
- 跟踪期内,公司负债规模增加,资产负债率明显提升,偿债能力下降;
- 公司质押股票与公司关联度高,股票价值受公司自身经营和财务状况变动的影响较大。

### 分析师

姓名: 臧晓娜 祝超

电话: 021-51035670

邮箱: zangxn@pyrating.cn

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会《关于核准江苏鹿港科技股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可【2012】24号），公司于2012年4月23日公开发行本期债券，募集资金总额4亿元，债券期限为5年（附第3年末公司上调票面利率和投资者回售选择权），票面年利率7.75%，在债券存续期限内前3年保持不变。

本期债券的起息日为2012年4月23日，按年计息，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。2013年至2017年每年的4月23日为上一计息年度的付息日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的付息日为自2013年至2015年每年的4月23日。本期债券第一次付息日为2013年4月23日。截至2013年5月31日，本期债券本息兑付情况见下表：

**表1 截至2013年5月31日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）**

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2013年4月19日	40,000	0	3,100	40,000

资料来源：公司提供

截至2013年5月31日，公司募集资金已经全部使用，募集资金主要用于补充流动资金，偿还公司债务，调整负债结构。

## 二、发行主体概况

经第二届董事会第七次会议及2011年度股东大会会议通过，公司以2011年末总股本212,000,000股为基数，以资本公积向全体股东每10股转增5股。上述事项已于2012年4月18日全部实施完毕。实施之后，公司注册资本和实收资本变更为31,800万元，增股后公司控股股东钱文龙持股比例无变化。

2012年纳入公司合并报表范围的子公司新增4家，分别为江苏鹿港朗帕服饰有限公司（以下简称“朗帕服饰”）、鹿港科技（上海）有限责任公司（以下简称“鹿港上海”）、张家港美伦精品酒店有限公司（以下简称“美伦酒店”）、鹿港科技（香港）有限公司（以下简称“鹿港香港”），具体情况如下表。截至2012年末，纳入公司合并报表范围子公司共计8家。

**表2 2012年新纳入公司合并范围子公司情况**

子公司	注册资本（万元）	公司投资额（万元）	持股比例	股权取得方式
朗帕服饰	2,000	1,360	68%	新设投资
鹿港上海	1,000	200	100%	新设投资

美伦酒店	2,500	1,880 (注资 1,275 万元)	51%	非同一控制下企业合并
鹿港香港	100 万港币	433.38 万元	100%	新设投资

资料来源：公司提供

### 三、经营与竞争

跟踪期内精纺纱线产品销量和销售价格下滑，高档产品占比下降导致公司整体销售收入规模和毛利率水平有所下滑；纺纱行业市场低迷，新增产能释放存在一定不确定；公司纱线业务经营压力增加，成本控制压力大，毛利率下滑，汇率风险加大

近年公司陆续对原有陈旧厂房设备进行改造以提高生产效率，同时进行上市募投项目建设，涉及总投资 5.25 亿元，至 2012 年末已完成投资 4.5 亿元左右，未来仍需投资资金约为 0.7 亿元。随着公司上市募投项目“多种纤维混合纺纱项目”安装调试基本完成，截至 2012 年末公司精纺纱线年产能 2.7 万吨，半精纺纱线年产能 3,480 吨，呢绒面料年度产能 400 万米。纺织工业属于劳动密集型行业，公司主要自营生产和外协加工相结合，高端产品自己生产，中低端产品通过外协加工，部分贴牌完成。从产销量数据来看，2012 年，公司半精纺纱线和呢绒面料变动不大，但精纺纱线产销量分别同比下降 11.86% 和 8.86%，主要是因为在公司高价位采购原材料消化使用完之前，公司通过控制精纺纱线产品产销量来规避原材料价格波动风险。

**表 3 2011-2012 年公司主要产品产销量**

		精纺纱线 (吨)	半精纺纱线 (吨)	呢绒面料(万米)
产能	2011 年度	23,500.00	3,480.00	365.00
	2012 年度	27,000.00	3,480.00	400.00
	增长率	14.89%	0.00%	9.59%
产量	2011 年度	33,794.98	6,106.67	343.51
	2012 年度	29,788.54	6,332.37	343.85
	增长率	-11.86%	3.70%	0.10%
销量	2011 年度	31,813.19	5,670.65	332.43
	2012 年度	28,994.74	6,268.10	349.81
	增长率	-8.86%	10.54%	5.23%

资料来源：公司提供

跟踪期内，在腈纶、棉毛等原材料价格下滑的情况下公司精纺纱线产品销售均价下浮 6.22%，同时高价位产品销售比例下降，导致精纺纱线产品销售收入明显下滑，公司另两个主导产品半精纺纱及呢绒面料销售收入规模变动不大；当年公司新增服装、酒店业务，但经

营规模偏小，2012 年公司主营业务收入规模为 163,739.74 万元，相比 2011 年下降 5 个百分点。毛利率方面，公司整体订单的高端产品比例下降较多，各主要产品毛利率均明显下滑，导致 2012 年公司主营业务毛利率水平下降 3.31 个百分点。虽然 2013 年 1-3 月精纺纱线和呢绒面料产品毛利率水平略有回升，但公司整体毛利率水平仍偏低。

**表 4 2011-2013 年 3 月公司主营业务收入情况（单位：万元）**

项目	2013 年 1-3 月		2012 年		2011 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
精纺纱线	20,822.82	11.33%	99,816.25	8.99%	116,788.52	11.47%
半精纺纱线	15,261.57	10.65%	42,459.11	15.13%	38,097.17	22.48%
呢绒面料	2,952.99	21.29%	19,306.72	18.28%	17,543.79	23.40%
服装	120.76	7.02%	1,447.86	-2.28%	-	-
酒店	744.48	64.38%	709.80	59.72%	-	-
<b>主营业务收入</b>	<b>39,902.62</b>	<b>13.73%</b>	<b>163,739.74</b>	<b>11.80%</b>	<b>172,429.48</b>	<b>15.11%</b>

资料来源：公司提供

在国内人工成本不断上涨情况下，公司部分针织厂商客户由国内搬至国外，从而国外销售收入占比逐年增加，2012 年、2013 年 1-3 月分别为 46.49% 和 55.74%；公司出口订单中的高利润的外贸订单减少较多，同时受化纤、腈纶等原料价格的下跌影响，整体销售价格下降，而人工成本不断提升，导致销售毛利率明显下滑。从 2012 年人民币对美元即期汇率走势来看，上半年呈震荡走贬态势，下半年则处于持续升值过程中，公司国外销售占比较高，面临较大的汇率风险。由于公司属劳动密集型企业，目前随着“用工荒”现象的加剧和劳动力成本的上升，公司面临一定的人工成本上涨压力。

**表 5 2011-2013 年 3 月公司内外销收入占比及毛利率情况**

项目		2013 年 1-3 月	2012 年	2011 年
国外销售	收入占比	55.74%	46.49%	39.30%
	毛利率	11.80%	12.40%	14.70%
国内销售	收入占比	44.26%	53.51%	60.70%
	毛利率	15.20%	12.38%	14.78%

资料来源：公司提供

整体来看，跟踪期内公司精纺纱线产销量和销售均价明显下滑，导致精纺纱线产品销售收入明显下滑，公司整体订单的高端产品比例下降较多，各主要产品毛利率均明显下滑。公司持续加大原有陈旧厂房设备改造和上市募投项目建设，在纺织行业景气程度持续低迷的情况下新增产能释放存在一定不确定，公司经营压力增加，成本控制压力大，汇率风险加大。

公司尝试开展服装生产、股权投资基金和酒店等业务，目前业务规模较小，后续能否

## 达到预期收益存在较大不确定性

为扩大产业链，2012年2月公司成立朗帕服饰，主营西服、衬衫等服装生产销售，目前西服年产能50万套，衬衫年产能100万套，由于处于起步阶段，产销量规模不大，当年实现销售规模1,447.86万元，暂未实现盈利。

此外，公司还逐步向金融、酒店领域拓展。公司出资1.5亿元投资深圳华鼎丰睿二期股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“深圳华鼎二期基金”），经营范围为股权投资、投资管理、投资咨询，基金规模18,670万元，公司持股80.343%。根据深圳华鼎丰睿二期发展需要，2013年该合伙企业管理层决定减少出资额，截至2013年3月末公司对深圳华鼎丰睿二期实际投资总额为9,296.47万元。

由于股权投资期偏长，存在不确定性较大，公司股权投资基金风险较大。

2012年8月，经董事会审议通过公司投资美伦酒店，美伦酒店位于张家港市城西新区购物公园内，自2011年开始营业，共有客房96间，面积30-130平方米不等，主要提供住宿、餐饮和会议服务，2012年美伦酒店营业总收入为2,781.32万元，净利润315.14万元，公司确认酒店收入709.80万元，2013年1-3月份，公司酒店收入744.48万元，目前入住率80%左右，预计全年收入规模将超过2,000万。

## 四、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经江苏公证天业会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2011-2012年度审计报告及未经审计的2013年1-3月份报表。公司报表均按照新会计准则标准编制，2012年合并报表新增子公司朗帕服饰、鹿港上海、美伦酒店和鹿港香港，公司持股比例分别为68%、100%、51%和100%。

### 财务分析

跟踪期内，在项目建设推动情况下公司资产规模有所增长，但高利润订单减少及产品价格下跌导致公司收入和利率下降明显，期间费用的大幅提升进一步弱化盈利能力；在部分信用证到期兑付保证金退回资金支持下，2012年公司经营活动现金流表现尚可，但投资支出规模较大，对筹资活动依赖明显；公司债券发行后负债规模有所增加，有息债务规模

## 较大，公司债务压力加大

截至 2012 年末，公司总资产规模 22.13 亿元，较 2011 年末增长 31.59%，非流动资产占比增长，至 2012 年末为 51.40%，主要是因为随着项目建设不断推进，固定资产和在建工程规模增加所致。截至 2013 年 3 月末，公司总资产规模 24.17 亿元。

2011 年 5 月，公司股票公开发行募集资金到位导致当年货币资金规模较大，随着募集资金逐渐投入项目，2012 年末公司货币资金下降 61.24%，其他货币资金占比 34.56%；2013 年 3 月末货币资金增长主要是因为深圳华鼎丰睿二期退回 5,703.54 万元投资款所致。2012 年，公司国外销售占比增长，信用证结算周期较长，导致应收账款同比增长 39.46%，其中账龄在 1 年以内占比为 97.93%，前五名应收客户占比 20.34%，应收对象相对分散。受订单数量减少影响，2012 年末公司存货规模有所下滑，在原材料市场价格波动和公司产品销量下滑情况下公司存货有一定跌价和积压风险。公司其他流动资产为通过兴业银行苏州分行向张家港市金茂投资发展有限公司提供的 2 亿元贷款，至 2013 年 5 月 30 日已经到期收回。

2012 年，公司向深圳华鼎丰睿二期投资 1.5 亿元，持股比例为 80.34%，2013 年该合伙企业管理层决定各合伙人同比例减少投资额，截至 2013 年 3 月末公司对深圳华鼎丰睿二期实际投资总额为 9,296.47 万元。2012 年末公司固定资产增长 52.29%，主要是因为上年购置待安装设备及部分募投项目竣工结转所致，固定资产成新率为 72.88%，使用状态良好。2012 年末在建工程较年初增长 103.91%，主要是待安装设备及车间改建、多种纤维混合纺纱建筑项目及厂房改造等资金投入增加。

**表 6 公司主要资产结构（单位：万元）**

项目	2013 年 3 月 31 日		2012 年 12 月 31 日		2011 年 12 月 31 日	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
货币资金	24,881.45	57.62%	15,785.64	-61.24%	40,722.32	193.80%
应收账款	15,369.93	-5.68%	16,294.90	39.46%	11,684.04	12.79%
存货	57,402.06	26.04%	45,543.72	-9.48%	50,311.01	33.11%
一年内到期的非流动资产	20,000.00	-	-	-	-	-
其他流动资产	-	-	20,000.00	-	-	-
<b>流动资产合计</b>	<b>123,850.42</b>	<b>15.12%</b>	<b>107,584.71</b>	<b>0.53%</b>	<b>107,019.22</b>	<b>58.29%</b>
长期股权投资	11,975.47	-32.26%	17,679.00	559.91%	2,679.00	0.00%
固定资产	64,091.84	16.32%	55,101.95	52.29%	36,183.00	5.30%
在建工程	31,583.34	3.05%	30,648.06	103.91%	15,030.01	578.70%
<b>非流动资产合计</b>	<b>117,886.21</b>	<b>3.62%</b>	<b>113,764.03</b>	<b>85.93%</b>	<b>61,187.65</b>	<b>38.47%</b>
<b>资产总计</b>	<b>241,736.63</b>	<b>9.21%</b>	<b>221,348.74</b>	<b>31.59%</b>	<b>168,206.87</b>	<b>50.45%</b>

资料来源：公司审计报告

2012 年，公司营业收入略有下滑，国外销售比例增加从而应收款规模加大，应收账款周转天数有所延长；相比 2010 年末，2011、2012 年末公司存货规模明显加大，从而 2012 年度存货周转效率有所下滑；综合作用下公司运营效率有所下滑，净营业周期有所延长。随着项目建设不断推进，固定资产和在建工程规模增加导致 2012 年公司资产规模增长较快，在营业收入下滑的情况下整体资产运营效率下降较为明显。

**表 7 公司主要运营效率指标**

项目	2012 年	2011 年
应收账款周转天数（天）	37.98	26.96
存货周转天数（天）	117.84	104.17
应付账款周转天数（天）	65.59	62.11
净营业周期（天）	90.23	69.02
总资产周转天数（天）	419.56	282.20

注：应收账款周转天数=[（期初应收账款余额+期初应收票据余额+期末应收账款余额+期末应收票据余额）/2] /（报告期营业收入/360）；

应付账款周转天数=[（期初应付账款余额+期初应付票据余额+期末应付账款余额+期末应付票据余额）/2] /（报告期营业成本/360）；

资料来源：公司审计报告

2012 年，公司营业收入规模为 167,126.94 万元，同比下降 6.42 个百分点；毛利率方面，公司各产品毛利率均明显下滑，虽然 2013 年 1-3 月精纺纱线和呢绒面料产品毛利率水平略有回升，但公司整体毛利率水平仍偏低。2012 年，公司期间费用大幅增加，期间费用率持续上升，2012 年本期债券发行成功后利息支出大幅度提升。2012 年，公司营业利润大幅下降，在当年政府 1,007.84 万元各项补助支持下公司实现净利润 1,080.99 万元。

**表 8 公司主要盈利能力指标**

项目	2013 年 1-3 月	2012 年	2011 年
营业收入（万元）	40,490.50	167,126.94	178,599.53
营业利润（万元）	43.19	933.90	11,971.17
利润总额（万元）	140.30	1,649.86	12,837.83
净利润（万元）	91.92	1,080.99	10,297.77
综合毛利率	12.24%	12.39%	14.75%
期间费用率	13.50%	11.47%	7.62%
总资产回报率	-	3.25%	10.72%

资料来源：公司审计报告

2012 年公司经营活动现金生成能力有所下降，收现比和 FFO 均出现下降；但在部分信用证到期兑付保证金退回资金支持下，2012 年公司经营活动现金流实现净流入 1.29 亿元。

2012 年，公司持续对设备技改、上市募投项目投入资金，同时投资深圳华鼎丰睿二期，发放 2 亿元委托贷款，导致当年投资活动净现金流为 7.54 亿元，此部分项目后续仍需持续投资资金 0.7 亿元左右，加大公司运营压力。

**表 9 公司主要现金流指标**

项目	2013 年 1-3 月	2012 年	2011 年
收现比	1.33	1.19	1.24
FFO	-	11,491.48	16,756.77
经营活动现金净额（万元）	3,974.45	12,911.51	-2,780.42
投资活动现金净额（万元）	-6,002.94	-75,350.84	-21,303.86
筹资活动现金净额（万元）	11,235.68	45,478.19	43,899.90
现金及现金等价物净增加额（万元）	9,095.81	-16,961.53	19,973.17

资料来源：公司审计报告

截至 2012 年末，公司负债合计 12.08 亿元，较 2011 年末增长 80.82%，主要是因为当年公司债券发行所致。2012 年末，公司有息债务余额 10.28 亿元，较 2011 年末增长 144.34%，公司有息债务持续增加，2013 年 3 月末有息债务规模达 11.91 亿元，目前有息债务压力较大。

**表 10 公司主要负债和权益指标（单位：万元）**

项目	2013 年 3 月 31 日		2012 年 12 月 31 日		2011 年 12 月 31 日	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
短期有息债务	79,930.65	25.42%	63,728.07	98.59%	32,090.30	-31.69%
长期有息债务	39,160.74	0.12%	39,115.70	291.16%	10,000.00	566.67%
有息债务	119,091.40	15.80%	102,843.77	144.34%	42,090.30	-13.18%
应付账款	16,234.41	31.54%	12,341.80	-38.50%	20,069.54	22.95%
<b>负债合计</b>	<b>140,336.11</b>	<b>16.22%</b>	<b>120,752.18</b>	<b>80.82%</b>	<b>66,781.36</b>	<b>-3.03%</b>
实收资本（或股本）	31,800.00	-	31,800.00	50.00%	21,200.00	33.33%
资本公积	39,688.52	-	39,688.52	-21.08%	50,288.52	580.57%
未分配利润	22,721.71	0.38%	22,635.11	-12.46%	25,857.41	55.00%
<b>所有者权益合计</b>	<b>101,400.52</b>	<b>0.80%</b>	<b>100,596.56</b>	<b>-0.82%</b>	<b>101,425.52</b>	<b>136.27%</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>241,736.63</b>	<b>9.21%</b>	<b>221,348.74</b>	<b>31.59%</b>	<b>168,206.87</b>	<b>50.45%</b>

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司资产负债率明显上升，2013 年 3 月末为 58.05%；流动比率、速动比率持续下降，公司短期偿债指标表现偏弱；公司 EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数也明显下降，公司整体偿债能力有所减弱。

**表 11 公司主要偿债能力指标**

项目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年
资产负债率	58.05%	54.55%	39.70%

流动比率	1.24	1.33	1.88
速动比率	0.66	0.77	1.00
EBITDA (万元)	-	11,834.85	19,214.18
EBITDA 利息保障倍数	-	2.53	8.86

资料来源：公司审计报告

## 五、本期债券偿债保障分析

### 股权质押手续已办理妥当，股权质押担保为本期债券的本息偿付提供了有效保障

钱文龙、缪进义、钱忠伟、陈海东（以下简称“出质人”）以其合法持有的公司有限售条件流通股（自2014年5月27日起可上市交易）7,200万股（以下简称“标的股票”）对本期债券进行质押担保。

根据出质人与华林证券有限责任公司（以下简称“质权人”）于2011年11月18日签署的《股票质押担保合同》，质押担保的范围包括本次公司债券本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现质权的费用。若在公司债券存续期间，因债权人行使回售选择权导致债券规模减小，出质人有权要求减少同等规模的担保义务，但应确保减少后的剩余质押物的价值（以回售日前30个交易日标的股票的收盘价的均价计算）不低于本次债券回售后尚未偿还本息总额的2倍，质权人应当就出质人办理解除质押担保手续给予必要的配合。在公司债券有效存续期间，若以连续30个交易日的收盘价均价计算，标的股票的价值低于本次债券尚未偿还本金及当年利息总额的1.5倍，质权人有权要求出质人以其持有的公司剩余股份追加担保以确保担保价值（以办理追加质押股份的质押登记手续日前连续30个交易日的收盘价的均价计算）不低于本次债券尚未偿还本金及1年利息总额的1.5倍，各出质人分摊追加担保比例按照各出质人本次出质后剩余股份比例执行，直至出质人剩余股票全部质押为止。在公司债券有效存续期间，若以连续30个交易日收盘价的均价计算，标的股票的价值超过本次债券尚未偿还本息总额的2.5倍，出质人有权要求对超出本次债券尚未偿还本息总额2倍的部分通过解除质押的方式进行释放，但释放后的质押股票的价值（以办理解除质押手续日前连续30个交易日的收盘价的均价计算）不得低于本次债券尚未偿付本息总额的2倍。

2012年4月11日，出质人和质权人共同于中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理标的股票的质押登记手续，质押股票共计7,200万股，2012年4月公司实施资本公积转增股本后质押股票总计10,800万股，占公司股本总额的33.97%。截至2013年5月31日标的股票连续30个交易日收盘价的均价为9.60元，标的股票价值共计10.37亿元，为本期债券本金和一年期利息的2.41倍，《股票质押担保合同》中有关质押物价值发生变化的后续安排进一步加强

了标的股票对本期债券本息的保障程度。

但我们注意到：标的股票数量占公司总股本的33.97%，且均属于首发原股东有限售条件流通股，可上市交易时间为2014年5月27日，若本期债券出现违约情况，标的股票的集中变现能力较弱；同时标的股票的市场价格波动大，标的股票价值稳定性较差，一旦标的股票连续30个交易日的收盘价的均价跌至5.99元以内，则需要追加担保，且公司与质权人并未约定出质人剩余股票不足以支持追加担保的情况下如何操作。此外，标的股票与公司关联度高，标的股票价值受公司自身经营和财务状况变动的的影响较大。综合考虑以上因素，质押标的股票为本期债券的本息偿付提供了进一步的保障。

## 六、评级结论

跟踪期内，精纺纱线产品销量和销售价格下滑，高档产品占比下降导致公司整体销售收入规模和毛利率水平有所下滑；公司持续对设备技改、上市募投资项目投入资金，2012年以来纺纱行业市场低迷，公司新增产能释放存在一定不确定性；公司纱线业务经营压力增加，成本控制压力大，毛利率下滑，汇率风险加大。公司尝试开展服装生产、股权投资基金和酒店等业务，目前业务规模较小，后续能否达到预期收益存在较大不确定性。

公司股权质押手续已办理妥当，股权质押的增信方式为本期债券的本息偿付提供了进一步的保障，但标的股票数量占公司总股本比重较大，集中变现能力较弱；同时标的股票的市场价格波动大，稳定性较差，一旦标的股票连续30个交易日的收盘价的均价跌至5.99元以内，则需要追加担保，且公司与质权人并未约定出质人剩余股票不足以支持追加担保的情况下如何操作；此外，标的股票与公司关联度高，标的股票价值受公司自身经营和财务状况变动的的影响较大。

基于以上情况，鹏元维持发行人主体长期信用等级AA-和本期债券信用等级AA，评级展望下调为负面。

## 附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2013年 3月31日	2012年 12月31日	2011年 12月31日	2010年 12月31日
货币资金	24,881.45	15,785.64	40,722.32	13,860.75
交易性金融资产	100.00	-	-	-
应收票据	2,240.47	5,575.89	1,706.00	3,005.17
应收账款	15,369.93	16,294.90	11,684.04	10,358.96
预付款项	3,176.65	3,790.28	2,212.93	2,382.26
其他应收款	679.86	594.27	382.92	204.59
存货	57,402.06	45,543.72	50,311.01	37,797.48
一年内到期的非流动资产	20,000.00	-	-	-
其他流动资产	-	20,000.00	-	-
<b>流动资产合计</b>	<b>123,850.42</b>	<b>107,584.71</b>	<b>107,019.22</b>	<b>67,609.22</b>
长期股权投资	11,975.47	17,679.00	2,679.00	2,679.00
固定资产	64,091.84	55,101.95	36,183.00	34,360.53
在建工程	31,583.34	30,648.06	15,030.01	2,214.53
无形资产	7,185.59	7,215.94	7,076.75	4,757.30
商誉	119.87	119.87	-	-
长期待摊费用	2,520.40	2,588.03	-	-
递延所得税资产	409.69	411.19	218.89	178.23
<b>非流动资产合计</b>	<b>117,886.21</b>	<b>113,764.03</b>	<b>61,187.65</b>	<b>44,189.59</b>
<b>资产总计</b>	<b>241,736.63</b>	<b>221,348.74</b>	<b>168,206.87</b>	<b>111,798.81</b>
短期借款	49,901.43	38,728.07	26,150.30	36,780.63
应付票据	20,029.22	15,000.00	5,940.00	10,200.00
应付账款	16,234.41	12,341.80	20,069.54	16,322.75
预收款项	2,395.18	1,807.70	3,618.92	2,130.68
应付职工薪酬	2,657.38	3,243.83	2,982.49	2,890.85
应交税费	-4,477.45	-3,115.76	-2,331.78	-1,383.44
应付利息	2,841.67	2,066.67	-	-
其他应付款	686.54	657.17	351.88	186.67
一年内到期的非流动负债	10,000.00	10,000.00	-	-
其他流动负债	-	-	-	242.23

<b>流动负债合计</b>	<b>100,268.37</b>	<b>80,729.48</b>	<b>56,781.36</b>	<b>67,370.37</b>
长期借款	-	-	10,000.00	1,500.00
应付债券	39,160.74	39,115.70	-	-
其他非流动负债	907.00	907.00	-	-
<b>非流动负债合计</b>	<b>40,067.74</b>	<b>40,022.70</b>	<b>10,000.00</b>	<b>1,500.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>140,336.11</b>	<b>120,752.18</b>	<b>66,781.36</b>	<b>68,870.37</b>
实收资本（或股本）	31,800.00	31,800.00	21,200.00	15,900.00
资本公积	39,688.52	39,688.52	50,288.52	7,389.22
专项储备	1,426.93	-	-	-
盈余公积	-	1,426.93	1,426.93	1,001.41
未分配利润	22,721.71	22,635.11	25,857.41	16,682.54
外币报表折算差额	-0.88	-1.05	-	-
归属于母公司所有者权益合计	95,636.27	95,549.50	98,772.86	40,973.17
少数股东权益	5,764.25	5,047.05	2,652.66	1,955.28
<b>所有者权益合计</b>	<b>101,400.52</b>	<b>100,596.56</b>	<b>101,425.52</b>	<b>42,928.45</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>241,736.63</b>	<b>221,348.74</b>	<b>168,206.87</b>	<b>111,798.81</b>

## 附录二 利润表（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
<b>一、营业总收入</b>	<b>40,990.50</b>	<b>167,126.94</b>	<b>178,599.53</b>	<b>155,846.63</b>
其中：营业收入	40,490.50	167,126.94	178,599.53	155,846.63
利息收入	500.00	-	-	-
<b>二、营业总成本</b>	<b>41,066.46</b>	<b>166,193.03</b>	<b>166,665.83</b>	<b>144,796.07</b>
其中：营业成本	35,534.68	146,421.84	152,251.49	131,584.50
利息支出	0.83	-	-	-
营业税金及附加	81.37	420.76	665.47	269.32
销售费用	1,734.51	6,350.44	5,554.40	4,743.45
管理费用	2,007.92	8,042.04	6,064.28	5,810.84
财务费用	1,722.78	4,785.20	1,990.20	2,530.11
资产减值损失	-15.64	172.77	140.00	-142.16
投资收益（损失以“-”号填列）	119.14	-	37.48	1.28
<b>三、营业利润（亏损以“-”号填列）</b>	<b>43.19</b>	<b>933.90</b>	<b>11,971.17</b>	<b>11,051.84</b>
加：营业外收入	114.74	1,200.92	1,090.96	875.79
减：营业外支出	17.63	484.96	224.31	37.71
其中：非流动资产处置损失	-	268.22	201.98	-
<b>四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）</b>	<b>140.30</b>	<b>1,649.86</b>	<b>12,837.83</b>	<b>11,889.92</b>
减：所得税费用	48.38	568.87	2,540.05	2,506.31
<b>五、净利润（净亏损以“-”号填列）</b>	<b>91.92</b>	<b>1,080.99</b>	<b>10,297.77</b>	<b>9,383.61</b>
归属于母公司所有者的净利润	86.60	1,017.69	9,600.40	8,928.20
少数股东损益	5.32	63.30	697.38	455.41
<b>六、每股收益：</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>七、其他综合收益</b>	<b>-</b>	<b>-1.05</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>八、综合收益总额</b>	<b>91.92</b>	<b>1,079.94</b>	<b>10,297.77</b>	<b>9,383.61</b>
归属于母公司所有者的综合收益总额	86.60	1,016.64	9,600.40	8,928.20
归属于少数股东的综合收益总额	5.32	63.30	697.38	455.41

### 附录三-1 现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
一、经营活动产生的现金流量：	-	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	53,663.32	199,630.43	220,588.76	189,318.49
收到的税费返还	1,235.91	9,431.78	5,308.86	6,449.89
收到其他与经营活动有关的现金	46.62	9,487.78	1,138.65	1,728.18
经营活动现金流入小计	54,945.85	218,549.99	227,036.26	197,496.55
购买商品、接受劳务支付的现金	42,902.97	173,609.48	192,980.72	168,916.92
支付给职工以及为职工支付的现金	5,449.62	19,259.68	15,678.06	11,777.73
支付的各项税费	427.58	3,877.51	7,168.73	4,173.50
支付其他与经营活动有关的现金	2,191.22	8,891.80	13,989.18	5,526.94
经营活动现金流出小计	50,971.39	205,638.48	229,816.68	190,395.10
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>3,974.45</b>	<b>12,911.51</b>	<b>-2,780.42</b>	<b>7,101.45</b>
二、投资活动产生的现金流量：	-	-	-	-
收回投资收到的现金	6,003.54	-	6,000.00	10.00
取得投资收益收到的现金	1.19	-	37.48	1.28
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.01	457.52	142.87	350.82
收到其他与投资活动有关的现金	-	907.00	-	-
投资活动现金流入小计	6,004.73	1,364.52	6,180.34	362.10
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	11,607.68	40,061.17	21,484.21	6,952.82
投资支付的现金	400.00	15,000.00	6,000.00	-
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	1,654.19	-	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	20,000.00	-	-
投资活动现金流出小计	12,007.68	76,715.36	27,484.21	6,952.82
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-6,002.94</b>	<b>-75,350.84</b>	<b>-21,303.86</b>	<b>-6,590.73</b>
三、筹资活动产生的现金流量：	-	-	-	-
吸收投资收到的现金	830.00	640.00	49,020.00	-
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	640.00	-	-
取得借款收到的现金	16,651.30	58,176.92	70,630.85	56,471.17
发行债券收到的现金	-	39,000.00	-	-

筹资活动现金流入小计	17,481.30	97,816.92	119,650.85	56,471.17
偿还债务支付的现金	5,432.90	45,599.15	72,761.18	47,830.74
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	812.73	6,739.58	2,169.08	4,025.77
支付其他与筹资活动有关的现金	-	-	820.70	-
筹资活动现金流出小计	6,245.62	52,338.72	75,750.95	51,856.52
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>11,235.68</b>	<b>45,478.19</b>	<b>43,899.90</b>	<b>4,614.65</b>
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-111.38	-0.40	157.56	-247.23
五、现金及现金等价物净增加额	9,095.81	-16,961.53	19,973.17	4,878.15
加：期初现金及现金等价物余额	10,329.84	27,291.37	7,318.20	2,440.05
六、期末现金及现金等价物余额	19,425.65	10,329.84	27,291.37	7,318.20

**附录三-2 现金流量表及补充资料（单位：万元）**

项目	2012年	2011年	2010年
将净利润调节为经营活动现金流量：	-	-	-
净利润	1,080.99	10,297.77	9,383.61
加：资产减值准备	172.77	140.00	-142.16
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,306.54	4,106.85	3,758.93
无形资产摊销	128.89	100.43	97.07
长期待摊费用摊销	67.62	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	208.79	178.33	-81.71
财务费用（收益以“-”号填列）	4,681.29	2,011.52	2,285.50
投资损失（收益以“-”号填列）	-	-37.48	-1.28
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-155.41	-40.65	70.65
存货的减少（增加以“-”号填列）	4,767.29	-12,513.53	-9,473.58
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-10,442.23	-174.90	-418.72
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-880.17	39.64	895.35
其他	7,975.16	-6,888.40	727.78
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>12,911.51</b>	<b>-2,780.42</b>	<b>7,101.45</b>
现金的期末余额	10,329.84	27,291.37	7,318.20
减：现金的期初余额	27,291.37	7,318.20	2,440.05
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-16,961.53</b>	<b>19,973.17</b>	<b>4,878.15</b>

## 附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	净营业周期(天)	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	流动资产周转天数(天)	$[(\text{期初流动资产总额} + \text{期末流动资产总额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	总资产周转天数(天)	$[(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券
	短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务
	流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	自由现金流	经营活动净现金流 - 资本支出 - 当期应发放的股利
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
	现金流流动负债比	经营活动净现金流 / 流动负债
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

## 附录五 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人长期信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。